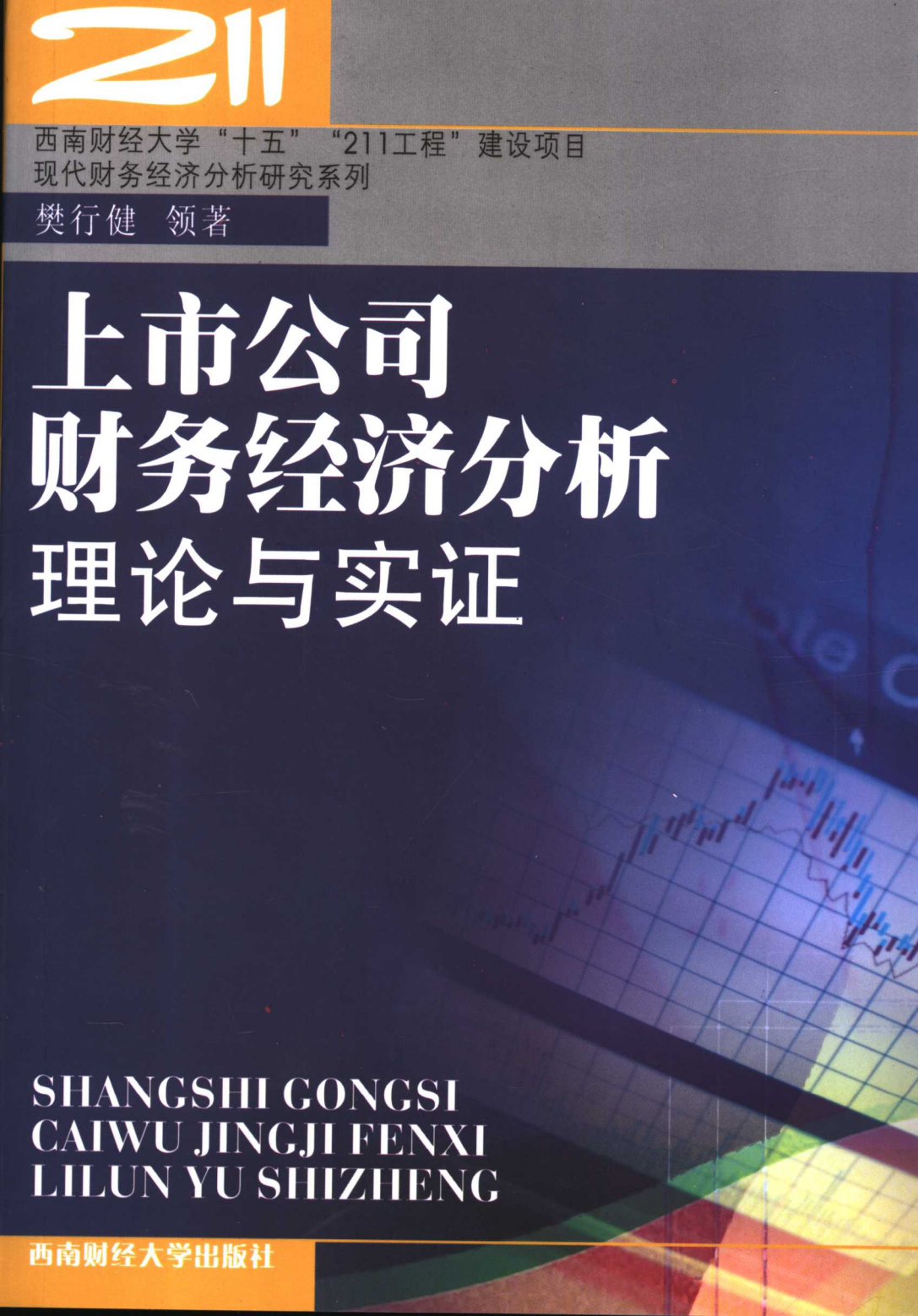




211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目
现代财务经济分析研究系列

樊行健 领著

上市公司 财务经济分析 理论与实证

SHANGSHI GONGSI
CAIWU JINGJI FENXI
LILUN YU SHIZHENG

西南财经大学出版社

211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目
现代财务经济分析研究系列

樊行健 张淑彩 雷东辉 胡成 王宏 刘浩 著

上市公司 财务经济分析 理论与实证

SHANGSHI GONGSI
CAIWU JINGJI FENXI
LILUN YU SHIZHENG

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司财务经济分析理论与实证/樊行健等著. —
成都:西南财经大学出版社,2006.3

ISBN 7-81088-489-1

I. 上... II. 樊... III. ①上市公司—会计分析—研究—中国②上市公司—经济活动分析—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 037746 号

上市公司财务经济分析理论与实证

樊行健 等著

责任印制:杨斌

责任编辑:王鹏

封面设计:杨红鹰

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸:	148mm×210mm
印 张:	11.5
字 数:	285 千字
版 次:	2006 年 3 月第 1 版
印 次:	2006 年 3 月第 1 次印刷
印 数:	1—3000 册
书 号:	ISBN 7-81088-489-1/F·421
定 价:	22.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。



博士生导师樊行健教授（前）和2004级博士生（后排左起：胡成、雷东辉、王宏、刘浩、张淑彩）合影

作者简介

樊行健，男，1944年出生，西南财经大学教授、博士生导师，原副校长，中国会计学会理事、学术委员、中国财务学年会顾问、财政部重点科研课题评审委员会委员、中国大学生篮球协会（CUBA）副主席。

近年来承担国家级、省部级科研课题10余项，公开发表学术论文百余篇，出版著作20部。曾多次担任全国教育部、财政部、中国人民银行总行）统编（规划）教材主编，多次获得学校、省部级教学科研优秀成果奖，多项成果被人大复印资料等刊物转载，有的被收入国际会议论文集。



市场经济呼唤财务经济分析新学科（代前言）

樊行健

我国加入 WTO 后，会计工作作为经济管理工作的组成部分，必将面临严峻的挑战，新形势对我们会计工作者提出了更高的要求。会计信息是国际通用的商业语言，经济越发展，会计越重要，我们应在未来的国际经贸环境中加强国内会计学界的竞争力量，使它在促进经济发展的进程中，占有更多事实上的优势，而不是处于被动的境地。入世后的新形势要求我国会计信息的确认、计量与披露必须符合国际惯例。如何在各种复杂的经济环境中，尤其是在以公有制为主体的社会主义市场经济条件下，恰当地借鉴会计国际管理惯例来深化我国会计工作的改革，是亟待研究的现实课题。会计分析（包括传统的经济活动分析和近年发展较快的财务）作为会计核算的延续，面临新的形势，其学科发展可以说是机遇与挑战并存。

我国传统的会计学科（包括经济活动分析）是新中国成立初期沿袭前苏联模式建立起来的。随着我国会计制度改革不断深化，会计核算的内容已逐步与国际惯例相协调，但经济活动分析仍基本上保持旧体系不变。前苏联解体后，俄罗斯会计也面临着从适应计划经济向适应市场经济的变革。俄罗斯会计学界一贯重视经济活动分析理论与实务的研究，近年来，他们也对其传统的内容进行了更新改造，主要成果是与会计分为财务会计与管理会计相适应，经济活动分析也划分为核算型分析与管理型分析，开始向国际惯例靠拢。在处理会计国际化与国家特色的关系方面，



俄罗斯会计教育改革的做法值得我们研究参考。前苏联高等院校的专业设置是由国家教育部统一编号定名的,有关会计方面的专业原来有“1377 会计核算和经济活动分析”专业、“1739 检查与监督”专业,后来合并为“0608 会计核算、经济活动分析与监督”专业。随后,“检查与监督”被“审计学”所取代,俄罗斯联邦政府教育部遂将会计专业正式编号定名为“0605 会计核算、经济分析与审计”,体现了会计学学科主干课程的融合。

回顾经济活动分析的形成与发展过程,可以发现它起源于财务分析。财务分析作为一门独立的分支学科,始于 19 世纪的美国,企业偿债能力分析和企业盈利能力分析从一开始就是财务分析的主要内容。今天,当经济活动分析的继续发展遇到困难时,我国会计学界自然地注重对财务分析的研究与应用。我认为,这不是对经济活动分析的全面否定,更不是历史的倒退,而是一种螺旋式上升,即通过在新形势下研究财务分析,以更新改造经济活动分析的传统内容,这正是否定之否定规律发生作用的辩证过程。西方会计学界有着较为完整的财务分析理论,这对我们的研究工作有着重要的借鉴意义。但它们是以成熟的资本市场环境为研究背景的,我国市场经济尚不完善,照抄照搬无济于事。更何况西方国家的财务分析也存在着体系混乱等问题,受其影响,国内出版的财务分析教材的体系也是多种多样,各自为政,很难规范。由此可见,无论是经济活动分析还是财务分析都给我们留下了很大的研究空间。

传统的经济活动分析包括生产分析、成本分析和财务分析三部分。其优点是内容全面,能对整个生产经营过程展开分析;其缺点是各部分互相孤立、彼此分离,是一种重点不突出的板块式结构。财务分析则主要对财务报表所提供的会计核算资料展开分析。其内容包括以偿债能力分析为主的财务状况分析和以盈利能力分析为主的财务成果分析。其长处是突出了财务能力分析和现



现金流量分析,这是新时期企业财务管理的主要目标;其不足之处是没有与生产经营过程相联系,不能对财务指标做因素分析。我们的研究思路是将会计的国际化与国家特色相结合,在探讨新学科体系的内容框架时,应将上述二者取长补短,相互结合。一方面,以财务分析为主;另一方面,把生产分析和成本分析作为影响财务指标变动的原因来展开分析。这样,形式上保留了经济活动分析的三大部分内容,实质上是变板块式结构为逻辑式结构,突出了财务分析的主角地位。为了体现以财务分析为中心,拟将二者合并称为“财务经济分析”。它以经济核算信息为起点,以财务资金分析和财务能力分析为中心,并运用专门方法和指标体系评价生产经营过程诸要素对财务活动的影响,借以考核企业过去业绩,评估目前财务状况和预测未来发展趋势。

“财务经济分析”概念的提出是一种创新,它意味着旧的知识体系已过时时,新的理论方法体系的构建必须适应市场经济体制建立与完善的需要,特别是要适应我国入世后财务会计改革不断深化的需要。创建“财务经济分析”的理论意义在于探讨本学科内容与方法上的继承和发展的关系,促进会计核算与经营管理相结合,加速其向国际惯例靠拢。本项研究工作的应用价值体现在以下几个方面:

(1)它是满足广大企业管理工作者加强经济管理,提高经济效益的需要。经济活动分析和财务经济分析在我国经济建设中曾经发挥过重要作用,财务经济分析作为一项管理技术能为我国现代企业提供一种更加先进的经营管理方法,以适应加入WTO后经营理念的转变,增强企业竞争力。财务经济分析不仅能满足企业内部管理的需要,而且也充分考虑了企业利益相关者(投资者、债权人等)的需要,随着我国理财实践在社会经济体制改革中的不断发展变化,必然要求财务经济分析的理论与方法也随之不断发展与创新。

(2) 它是我国企业公布经营业绩和披露财务状况建立指标体系及其评价的标准。财务经济分析是进行经营绩效评价的基础。我国加入 WTO 后, 政府管理经济的方式必须从根本上适应经济全球化和完善社会主义市场经济体系的要求。我国政府近年来已先后颁布三套评价指标。但从实施情况看, 还不同程度地存在着指标设置不够完整、某些指标相对滞后、评估内容信息量偏少和缺乏针对性、适用性、连续性等诸多不足之处, 有待于我们通过开展财务经济分析, 在充分调研的基础上完善分析评价指标体系。

(3) 促进会计学学科体系改革的全面完成。经济活动分析曾经是会计专业的主干课程之一, 如何在新形势下对其进行改造与创新, 已成为会计学学科体系改革中的关键。据我们了解, 当计划经济转轨为市场经济后, 许多高等院校的会计专业因考虑该课程内容陈旧过时而一度停开此课, 加之相应的改革措施没有到位, 因此长期以来该课程出现空缺, 这是很不正常的现象。我们通过多次问卷调查得知, 无论是学历教育还是职业教育, 无论是学校师生还是实际工作者, 都将此课程列为最受欢迎的课程之一, 并迫切希望恢复开设经过改革后的该课程。实践证明, 财务经济分析不但属于会计学学科体系, 而且属于财务管理学学科体系, 乃至成为其他经济管理类专业的必修课程。由此可见, 加快财务经济分析新学科体系的构建, 将适时满足高等教育教学实践的迫切需要。



目 录

导论	(1)
一、上市公司是资本市场发展的基石	(1)
二、完善上市公司治理结构重在财务治理	(4)
三、市场经济与财务经济分析兴起	(9)
四、关于上市公司财务经济分析研究	(13)
 第一章 上市公司资本形成及融资结构	(19)
一、MM 定理与资本结构契约理论	(19)
二、内源融资与外源融资	(23)
三、外源融资与公司资本结构	(24)
四、公司资本外化与财务杠杆	(26)
五、上市公司资金构成及循环	(27)
六、现代上市公司制度与融资结构	(27)
七、法人治理与融资结构	(28)
八、中国上市公司股权结构及国际比较	(29)
 第二章 上市公司财务经济分析理论构架	(32)
一、上市公司财务经济分析的视角	(32)
二、上市公司财务经济分析的对象	(33)
三、上市公司财务经济分析的重点	(35)
四、上市公司财务经济分析的步骤	(36)
五、上市公司财务经济分析方法	(38)



六、上市公司财务经济分析技术	(52)
七、上市公司财务经济分析报告	(55)
 第三章 上市公司财务经济分析依据	(58)
一、上市公司会计信息	(58)
二、财务经济分析的客观环境：信息不对称	(94)
 第四章 上市公司财务报告分析实务	(103)
一、资产负债表分析	(104)
二、利润表分析	(125)
三、现金流量表分析	(134)
四、利润分配表分析	(153)
五、分部报告及其财务分析	(154)
 第五章 上市公司财务能力判断及综合评价	(166)
一、上市公司财务能力判断	(166)
二、上市公司财务能力综合评价	(191)
 第六章 上市公司财务环境分析	(199)
一、财务环境的分类	(199)
二、经济环境分析	(200)
三、产业及行业环境分析	(201)
四、公司组织及内部环境分析	(202)
五、金融市场环境分析	(202)
六、市场效益理论	(206)
 第七章 上市公司财务风险预警分析与防范	(208)
一、财务风险概述	(208)



二、上市公司财务预警分析	(215)
三、案例分析：四川省上市公司财务风险的预警分析 与防范对策研究	(225)
第八章 上市公司风险管理与内部控制	(239)
一、欧盟及美国上市公司风险管理与内部控制发展现状	(239)
二、对我国上市公司强化内部控制若干问题的思考	(267)
第九章 上市公司价值评估与财务预测分析	(275)
一、上市公司价值评估	(275)
二、期权定价理论在上市公司价值评估中的应用	(282)
三、EVA：价值评估与业绩评价	(284)
四、公司可持续销售增长模型	(294)
五、上市公司财务预测	(296)
第十章 审计报告的分析	(329)
一、审计报告概述	(329)
二、审计报告的分析	(335)
参考文献	(349)
后记	(359)



导 论

一、上市公司是资本市场发展的基石

改革开放以来,我国在经济体制改革特别是国有企业改革方面经历了“摸着石头过河”的过程,先后对经济责任制、经营承包、利润分成、租赁制、利改税等各种改革形式进行了有益的尝试,最终还是选择了股份制改革。可见,股份制改革是经受了实践检验的国有企业改革形式。中国股票市场的发展为国家经济建设筹集了大量资金,优化了资源配置,促进了产业结构调整,特别是在转轨过程中改变了人们的观念,在推动社会主义市场经济体制的确立与完善的进程中立下了汗马功劳,上市公司成为资本市场发展的基石,其大方向是不可逆转的。然而,近几年来股市一直低迷,股民信心缺失则又是不争的事实。实践证明,股权分置的制度缺陷、一股独大的股权结构和公司治理的不尽完善成为了影响上市公司质量、妨碍证券市场健康发展的综合症。

(一) 股权分置改革是完善市场基础制度和运行机制的改革

2004年2月1日,国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》即“国九条”发表以来,资本市场各项改革和制度建设取得了重要进展,市场运行机制和运行环节正在得到改善。2005年8月23日,经国务院同意,证监会、国资委、财政部、人民银行和商务部共同颁布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,在总结试点经验的基础上,全面推动了股权分置改革的顺利进行。股权分置改革是一项完善市场基础制度和运



行机制的改革，其意义不仅在于解决历史问题，更重要的是为资本市场其他各项改革和制度创新创造条件，是全面落实“国九条”的重要举措。

早期的制度设计中，占股票市场总量三分之二的国有股和法人股暂不上市交易，称之为非流通股；另外三分之一的社会公众股则可以上市交易，称之为流通股。非流通股与流通股并存，即所谓股权分置。中国股市的这种特殊国情使得非流通股不能简单地等同于成熟市场中暂时未上市的发起人股，二者的根本区别在于前者实际上相当于非上市股份，而后者则是上市股份。非流通股不是依据二级市场交易价格而是根据净资产估值，大股东和经营者不关心股价行情，却成了股市只盈不亏的受益方。由于非流通股与流通股存在着两种不同价格，因此非流通股股东为了获取股票在证券交易所上市交易的流通权，需要向流通股股东支付对价。非流通股支付的对价不是用于补偿流通股在二级市场买卖股票的损失，而是用于弥补制度安排改变可能对流通股股东造成的损失。

上市公司股权分置改革是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协调机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。由此可见，股权分置改革的历史作用在于创建了一个产权清晰的资本市场平台，为市场体系的核心部分即资本市场告别政策市、摆脱计划经济的桎梏，成为真正的市场完成了一个关键性的转变。股权分置改革后，证券市场的国有股变为全流通，将实现市场化的价格发现机制。国资部分将由国有资产的管理者逐步转变为营运资本的投资者。从这个意义上讲，股权分置改革为公有制与市场解决相融合提供了一个资本化平台，为国有资产管理开创了一个新时代。

（二）证券市场改革任重道远

长期以来，股权分置是一个重要的制约因素。但是，解决股



权分置问题并非必然导致我国证券市场其他问题的迎刃而解，更不意味着漫长的熊市即将结束，牛市的黎明必将到来，它们之间并不存在必然的因果关系。从国内情况看，我国股市前十年在股权分置状态下曾经高速发展，2001年出现过上证指数高达2200多点的牛市；从国际上来说，美国股市一开始就不存在股权分置的问题，但也有安然、世通等事件的发生。由此可见，股权分置改革为证券市场的深化改革创造了必要的前提条件，但不是药到病除的灵丹妙药。

在中国国情的特殊环境中，如果说股权分置原本是政策使然，那么一股独大则必然会应运而生。一股独大作为股份制企业的一种股权结构，本身无可厚非，甚至在理论上说它与其他产权结构形式一样，是优劣互见、利弊共存的。但是，在职业经理人制度缺失和委托代理关系严重失衡的情况下，上市公司一股独大的格局实在是难见其“优”，不显其“利”。客观事实是，由于股权过分集中，上市公司的股东大会、董事会不能起到对公司经营管理层应有的控制作用，在当前法律体系尚不健全之时，经理层利用经济体制转轨时期计划经济解体后留下的真空对企业实行强有力的控制，在某种程度上成为企业的实际所有者，国有股权虚置。国有股一股独占、一股独大，形成了所谓的“内部人控制”现象。

完善上市公司治理结构的根本出路在于宏观层面上的股权改革。尽管股权分置改革已拉开序幕，但是我们也应清醒地看到，我国市场经济刚刚起步，而西方证券市场已有两百多年的历史。何况中西方资本市场起点不同，西方资本市场的起点是私有制，一开始产权关系就比较清楚，相关的保护产权的法律制度也比较完善；而我国的资本市场是以公有制开始的，其初衷是给国有企业融资，为国有企业解困，以促进国有企业改革，我国证券市场建立时的最大特点就是支持国有企业上市，所以一股独大的现象不是短期内能够改变的。质言之，在此次股权分置改革中，某些



国有大股东的表现并不尽如人意。一是态度消极,借口加强审核程序,放慢股改步调;二是缺乏诚意,尽量压低对价,存在对价“大锅饭”或“一拉平”现象;三是普遍反映民营上市公司比国有上市公司更容易谈判等等。于是,在大股东设计方案,流通股投票率大多不超过 50% 的情况下,流通股股东或缺乏信心、或患得患失,使得大批国有企业上市公司股改方案都能轻易通过,颇有走过场的感觉。

二、完善上市公司治理结构重在财务治理

综上所述,证券市场改革是一项长期而艰巨的任务。股权分置改革只是万里长征第一步,一股独大的现象在我国上市公司还将继续存在。为了证券市场的健康发展,当务之急是通过改善公司治理,努力提高上市公司质量。笔者认为,公司治理千头万绪,必须纲举目张,正如同财务管理是企业管理的核心,完善公司治理结构则重在财务治理。根据上证所 2002 年 1 月 1 日至 2004 年 9 月 30 日的统计表明:在内部通报批评的 109 个案例中,担保占 20%,业绩风险警示占 20%,给大股东及其附属公司提供资金占 16.8%,委托理财占 8.8%,对外投资、收购出售资产占 8.0%,董事会买卖本公司股票占 8.0%,其他 18.40%;被公开谴责的 55 个案例中,未在法定期限内披露定期报告占 20%,业绩风险警示占 18.6%,担保占 17.1%,对外投资、收购出售资产占 11.4%,诉讼事项占 8.6%,给大股东及其附属公司提供资金占 7.1%,其他占 17.1%。以上数据证明,绝大多数违规事件与财务治理不善有关,可见在完善公司治理结构过程中,应该突出公司财务治理对上市公司质量提升的重要作用。

(一) 理顺财务报表审计关系是优化公司财务治理环境的必要条件

我国上市公司财务报表审计中存在着双重委托代理关系,按



理,广大投资者是委托人,进行财务报表审计的会计师事务所是代理人(受托鉴证公司经理层的经营业绩),但实际上聘任会计师事务所的权力掌握在经理层(受股东之托进行经营管理的代理人)手中,被审计对象变成了实质上的审计委托人,出现管理当局自己委托他人审自己的情况,上市公司管理层与会计师事务所存在明显的利益“捆绑”关系,前者成了后者的“衣食父母”。

为了保证上市公司会计信息披露的真实性,理论上可以设想通过提高社会收费标准,加大审计成本以提高审计质量;但实际上由于会计师事务所相对于上市公司会计报表审计业务供大于求,会计师事务所往往降低审计收费。2004年四川省物价局曾批准审计收费标准平均提高40%,而有的会计师事务所只按半价承揽审计业务,会计师事务所与上市公司这种利害关系有时则蜕变为前者去迎合和满足后者的一些不合理要求,甚至部分会计师事务所成了上市公司弄虚作假的帮手。为此,管理部门曾规定上市公司财务报表只能请世界五大会计师事务所进行审计,但随着安然事件、世通事件等作假案曝光,其权威性下降,加上国内上市公司报表审计业务日益增多,才改变了这一舍近求远的做法。为了保证注册会计师的独立性和客观公正性,必须改变目前的审计委托模式。一种设计是从会计核算凭证的取得、登账和报表生成的程序来考察,上市公司会计机构拟不再承担财务会计的报表生成的对外职能,这一部分职能可交给社会完成;上市公司会计机构承担管理会计的对内职能和与内部管理密切联系的记账、登账的财务会计核算职能,真正实现会计参与管理,符合上市公司治理结构安排中会计的地位和立场。另一种设计是由上市公司向证券交易所支付财务报表的审计费用,再由证券交易所向社会招标采购会计师事务所对上市公司财务报表进行审计(为确保会计信息质量,作为关系上市公司、投资者和注册会计师利益的中介——证券交易所,不能以赢利为目的,防止出现“劣币驱逐良



币”的现象)。它有利于会计信息的商品化,并将推动会计信息产业的形成和发展,在注册会计师行业内部将有利于打破条块分割的地方保护主义,推动注册会计师待业资源整合,形成会计信息真实性、准确性、完整性和及时性的保证机制,最终实现证券交易所、投资者、上市公司和注册会计师利益的帕累托最优。再有一种制度设计是财务报表责任保险制度,即由上市公司向保险公司投保财务报表责任险,由保险公司请注册会计师对上市公司财务报表进行审计,一旦投资者发现上市公司财务报表作假,可向保险公司索赔。保险公司为降低风险,势必要求被聘用的会计师事务所对上市公司财务报表进行高质量的审计。在这种制度安排下,注册会计师不再与上市公司经营管理层存在经济利益关系,确保其具有超然的独立性,执业时会更加认真负责,严格公正。这样上市公司与注册会计师之间的委托代理关系被变更为上市公司、保险公司、注册会计师事务所三者之间的委托代理关系。

(二) 完善上市公司独立董事制度是加强公司财务治理的重大举措

2001年8月16日,中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求上市公司2002年6月30日前董事会成员中至少有2名独立董事,其中必有一名为会计专业人士。独立董事作为一种制度安排,已经为证券场所接受。事实证明,上市公司建立独立董事的时间虽然不长,但对上市公司以及董事会的运作已有显著影响,特别是在提高上市公司信息披露质量,维护公司及中小股东权益和完善公司董事会职能等方面起到了积极作用。毋庸置疑,由于独立董事制度实施时间很短,不免出现这样或那样的问题。独立董事作为中小股东利益的代理人,本应由中小股东(委托人)提名选聘,但实际情况是大股东一手包办,致使独立董事与上市公司之间存在某种程度的隐形关